

Les politiques monétaires dans le capitalisme néolibéral

vendredi 14 janvier 2022, par Michel Cabannes

Sur le plan théorique, le néolibéralisme, dans sa variante ordo-libérale comme dans ses variantes anglo-saxonnes, inclut une approche orthodoxe de la macroéconomie privilégiant la stabilité, notamment sur le plan monétaire.

Dans la pratique cependant, il n'en va pas de même. Le capitalisme néolibéral qui prévaut depuis les quatre dernières décennies s'accompagne de politiques monétaires différentes suivant les périodes et suivant les pays, pas seulement pour des motifs conjoncturels. D'abord, les politiques d'austérité ont eu tendance à s'effacer en faveur des politiques accommodantes. En outre, les pays européens ont privilégié longtemps la stabilité monétaire, alors que les États-Unis appliquaient déjà des politiques monétaires actives axées sur la croissance, marquant la dissociation entre le néolibéralisme et l'austérité monétaire.

L'orientation des politiques monétaires nous paraît liée, au-delà des facteurs conjoncturels, à la transformation des rapports sociaux, et notamment au rapport de forces entre le travail et le capital.

Les politiques d'austérité monétaire ont surtout été utilisées pour favoriser la néolibéralisation des structures économiques par la création de contraintes qui accentuent la compétition et dégradent le pouvoir des salariés (I).

Les politiques de soutien monétaire sont dominantes dans le capitalisme néolibéral installé, caractérisé par un pouvoir réduit des salariés et par la domination du marché. Ce contexte élargit leur marge de manœuvre et les rend nécessaires pour la reproduction du néolibéralisme (II).

I. L'austérité monétaire pour la néolibéralisation de l'économie

L'austérité monétaire a favorisé la néolibéralisation des rapports sociaux, notamment la perte de pouvoir des salariés et la domination du marché sur l'économie. On peut citer à cet égard le choc d'austérité monétaire initial à partir des États-Unis (1979-1982) et les politiques de stabilité dans le cadre de la construction monétaire européenne.

Le choc d'austérité monétaire pour déclencher la néolibéralisation

Les origines du choc

La crise des années 1970 était une crise de rentabilité et de gouvernabilité du capitalisme qui, depuis 1945, était basé sur un

compromis social avec encadrement public. Dans un contexte d'effervescence sociale, l'économie subissait des tensions, notamment une inflation importante incluant une boucle prix-salaires liée à la forte capacité des salariés de défendre leur pouvoir d'achat. L'inflation était le d'abord produit d'un conflit entre le capital et le travail. Le néolibéralisme est né de la grande peur des dominants face aux contestations des années 1960-70, dans ce contexte de rentabilité émoussée. Pour rétablir leur pouvoir, ils ont adopté le projet néolibéral visant à renverser le rapport des forces sociales, à abandonner le compromis social antérieur et à établir un ordre fondé sur le capital et le marché.

Ceci a impliqué des politiques structurelles de libéralisation de l'économie, de concurrence accrue entre les salariés et de recul de l'État social. Ceci a nécessité également un changement de cap des politiques monétaires. Les dirigeants l'ont justifié par la priorité à la stabilité des prix par rapport au chômage (sommet du G7, 1980). Mais la rétrogradation de l'objectif d'emploi marquait aussi le renoncement au compromis social antérieur. Les anglo-saxons abandonnèrent au moins provisoirement l'idée que le chômage ruinerait le soutien politique aux gouvernements et au mode d'organisation sociale.

Le choc d'austérité monétaire

Aux États-Unis, Paul Volcker, président de la Fed (nommé par le démocrate J. Carter), appliqua un traitement de choc monétaire à partir d'octobre 1979 (avant l'arrivée au pouvoir de R. Reagan). Il décida de contrôler les réserves bancaires et de laisser croître librement les taux d'intérêt. Le virage monétaire suscita l'envolée des taux d'intérêt nominaux (de 11,2 % en 1979 à 16,4 % en 1982 pour les fonds fédéraux). Pour éradiquer l'inflation, l'austérité monétaire fut prolongée jusqu'en 1982, et même durcie quand l'économie plongeait dans la récession. De nombreux autres pays développés ont suivi ce nouveau cap monétaire. Le choix de provoquer une forte récession pour

obtenir la désinflation a été délibéré. « On peut estimer que la récession de 1981-1982 a été acceptée par les responsables de la politique économique comme le prix à payer pour remédier à une inflation galopante » (J.-C. Chouraqui et alii, 1988).

Le choc monétaire a réduit l'accès des entreprises aux crédits bancaires bon marché, ce qui les a incitées à durcir leur position face aux revendications salariales. La forte récession a fait croître le taux de chômage de 1979 à 1983 aux États-Unis (de 5,8 % à 9,5 %) et dans l'Union européenne (de 5,7 % à 10,5 %). Cela a entraîné un freinage des salaires de 1980 à 1985 aux États-Unis (de 9,3 % à 3,5 %) et dans l'UE (de 13,9 % à 7,2 %) et la rupture de la boucle prix-salaires. Cela a permis la réduction de l'inflation aux États-Unis (de 13,5 % en 1980 à 3,2 % en 1983) et dans l'UE (de 13,5 % à 8,4 %) (OCDE, 1995).

Le basculement des rapports sociaux aux États-Unis

- Cette stratégie monétaire visait une rupture dans les négociations salariales. Paul Volcker avait toujours sur lui les résultats des négociations collectives en matière de salaire pendant la période où il a maintenu l'économie en récession. 1982 a marqué une rupture : le taux moyen des hausses négociées a chuté brutalement de 8-10 % jusqu'à moins de 4 % ; plus d'une négociation sur trois se termina sans prévoir de hausse des salaires sur la durée du contrat. « C'est comme une digue qui cède. Longtemps, le syndicalisme américain a réussi à tenir bon en dépit d'un affaiblissement constant. (...) Mais au début des années 1980, tout semble brutalement se liguier contre lui » (J. Pisani-Ferry, 1988). L'ampleur de la récession menace l'emploi, même celui des salariés anciens ; la restructuration industrielle atteint les branches où le syndicalisme est le plus fort ; la hausse du dollar et la compétition accrue incitent les firmes concurrencées à la compression des coûts ; de nouvelles branches subissent la concurrence liée à la déréglementation sectorielle ; enfin, le pouvoir politique mène une politique de répression syndicale (licenciement en bloc des contrôleurs aériens grévistes par R. Reagan en 1981). « C'en est trop. Le syndicalisme ne peut plus protéger ses adhérents contre l'adversité. Une ère nouvelle commence, celle des négociations sur les concessions des salariés » (J. Pisani-Ferry, *op. cit.*).

- L'austérité monétaire prolongée a contribué à faire basculer le rapport de forces entre le travail et le capital. Elle a constitué une arme de destruction massive de la capacité de résistance des salariés dans les entreprises.

D'abord, cela a permis d'enclencher une baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée sur une longue période, à des rythmes variables suivant les pays. Aux États-Unis, la part du revenu distribué au travail a régressé de 66 % à 62 % de 1980 à 1995. Ensuite, cela a produit des effets indirects sur les inégalités. Une étude du FMI a montré que la présence syndicale contribue à limiter les inégalités salariales (F. Jaumotte et C. Osorio Buitron, 2015). Aux États-Unis, le déclin des syndicats dans le secteur privé est responsable de 10 à 20 % de la montée des inégalités de revenus. Entre 1983 et 2012, le taux de

syndicalisation a diminué de 9 points (de 20,3 % à 11,3 %) et les plus aisés ont vu leur part de richesse augmenter d'environ 8 points (P. Laroche, 2017).

La construction monétaire européenne pour assurer la néo-libéralisation

La culture de la stabilité monétaire

- À l'époque du système monétaire européen créé en 1979, les pays membres choisirent d'ancrer leur monnaie nationale sur le deutschemark qui était une monnaie forte. Cela impliquait l'alignement de leurs politiques monétaires sur celle de l'Allemagne, axée sur la stabilité des prix. Les politiques de « monnaie forte » accroissaient la pression de la concurrence sur les prix et des salaires, ce qui accélérât les restructurations. Les politiques monétaires, après des divergences liées à des dévaluations, sont devenues partout restrictives à partir de 1983 pour réduire les écarts d'inflation avec l'Allemagne. À partir de 1987, elles ont été dévolues au maintien de la parité avec le deutschemark nécessitant souvent des taux d'intérêt élevés. La politique française s'est inspirée du modèle allemand après le tournant de la rigueur en 1983. La stratégie de désinflation compétitive comprenait une politique monétaire visant la stabilité des prix, une politique budgétaire assez restrictive et une politique de maîtrise des coûts.

- La création de l'euro a maintenu le primat de la stabilité monétaire. « Une telle union monétaire doit se fonder dès le début sur une culture de stabilité commune s'appuyant sur des préférences communes et des savoir-faire éprouvés » (H. Tietmayer, président de la Bundesbank, *Le Monde*, 8.1.1997). Les statuts de la BCE sont calqués sur ceux de la Bundesbank. Elle ne peut recevoir d'instructions des États et des institutions européennes. Son objectif final principal est la stabilité des prix et le soutien au développement doit s'effectuer « sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix ». La BCE, sous la direction de J.-C. Trichet, a pratiqué une politique monétaire prudente de 2000 à 2007, maintenant des taux d'intérêt souvent supérieurs à ceux de la Fed.

Les motivations structurelles des contraintes de stabilité

Les structures économiques et sociales ont été plus résistantes au néolibéralisme en Europe qu'aux États-Unis. Cela vaut notamment pour le marché du travail qui est moins flexible en moyenne. Cela vaut aussi pour l'État social qui y est plus développé et plus résistant grâce à un fort soutien de la population. Cela vaut aussi pour les inégalités qui ont moins augmenté en Europe qu'aux États-Unis.

- L'austérité durant la construction monétaire de l'Europe a servi à imposer des réformes structurelles néolibérales, dont celles de l'État social. « L'inertie des gouvernements européens au cours des décennies passées est due à un « agenda caché », à savoir la tentative de réduire la protection existant dans les systèmes sociaux européens et, ce faisant, de démontrer le caractère

inélucltable des réformes structurelles. Celles-ci permettraient alors à l'Europe d'atteindre la situation requise par les nouvelles normes sociales. Une preuve *a posteriori* de cette hypothèse, une sorte de révélation des préférences, est que les institutions européennes ne laissent aux gouvernements nationaux que l'instrument de la réforme structurelle » (J.-P. Fitoussi et J. Le Cacheux, 2005).

- La création de l'euro a eu notamment pour fonction de discipliner les comportements sociaux. Les excès en matière de salaires et d'inflation doivent se payer par des pertes de compétitivité génératrices de chômage, faute d'ajustement par le taux de change. « À défaut de flexibilité nominale des prix et des salaires, l'ajustement se fera par des ajustements quantitatifs, c'est-à-dire par des faillites et du chômage. Au lieu que les gouvernements prennent pour données les comportements salariaux et sociaux et conduisent la politique économique en conséquence, en union monétaire, la politique monétaire sera donnée et les comportements sociaux devront s'y adapter » (C. Bismut et J. Pisani-Ferry, 1994).

Les retombées de l'austérité monétaire

- L'alignement des politiques monétaires sur l'Allemagne a provoqué la récession de 1993. « Si la récession du début des années 90 dans les pays anglo-saxons, ou encore celle du Japon en 1993, résultent principalement d'une crise financière, celle de la fin de 1992-début 1993 en Europe continentale fut au contraire la conséquence de politiques monétaires excessivement restrictives qui transformèrent la phase de ralentissement que connaissaient alors les partenaires de l'Allemagne en dépression ». (P.-A. Muet, 1994). En France, l'ancrage du franc sur le mark après l'unification allemande a impliqué des taux d'intérêt à court terme très élevés (autour de 10 %), y compris en termes réels (plus de 6 %). Cela a provoqué la stagnation en 1991-1992, puis la récession en 1993 (-1,3 %), la chute de l'emploi et la hausse du taux de chômage (de 8,9 % en 1990 à 12,2 % en 1994) (Cabannes M. et Sénégas M.-A., 2006).

- Sur le long terme, la stabilité monétaire s'est traduite en Europe par un basculement progressif des rapports entre le travail et le capital au détriment du premier. L'alignement des politiques monétaires nationales sur celle de l'Allemagne avant l'euro a été néfaste pour les salariés. La part du revenu distribué au travail dans l'Union européenne a chuté massivement de 77 % en 1980 à 66 % en 2000. En France, la politique d'alignement du franc sur le deutschemark a fait chuter l'inflation mais freiné l'économie. De 1982 à 1998, par rapport à l'Union européenne et à la zone OCDE, la croissance annuelle du PIB (2 %) et de celle de l'investissement (1,5 %) ont été moindres et la croissance du taux de chômage (+3,8 points) et celle de la part des revenus du capital dans la valeur ajoutée (+9,1 points) ont été plus fortes.

La contribution de l'austérité monétaire au néolibéralisme a pu motiver l'assimilation des deux éléments en Europe jusqu'aux années 1990. Mais la suite a montré qu'il n'en est rien car les politiques de soutien monétaire sont aussi très utiles au néolibéralisme quand ses bases sociales sont assurées.

II. Le soutien monétaire pour conforter le capitalisme néolibéral

Les politiques monétaires actives sont dominantes dans le capitalisme néolibéral installé. On peut citer la politique d'Alan Greenspan au service de la finance et de la croissance aux États-Unis de 1987 à 2006, et les politiques permissives généralisées depuis 2008 pour assurer la pérennité du capitalisme néolibéral.

Les politiques monétaires actives à l'ère Greenspan aux États Unis

Le contenu de la politique Greenspan (1987-2006)

La Fed a utilisé pleinement ses marges de manœuvre qui sont importantes pendant les dix-huit années d'Alan Greenspan à la tête de la Réserve fédérale (1987-2006). Ce fut le triomphe de la politique discrétionnaire, rejetant tout pré-engagement sur une règle de décision qui aurait limité les réponses aux événements. Entre 1985 et 2005, l'activité a compté autant que l'inflation dans la politique monétaire d'après l'évolution des taux de Federal Funds qui était proche de la règle de Taylor (accordant le même poids aux deux objectifs). D'après les écarts à la règle de Taylor, la politique monétaire a été particulièrement accommodante au cours des épisodes récessifs : 1991-1992 et 2001-2002 (M. Aglietta et V. Borgy, 2005).

La Fed a fait chuter les taux d'intérêt à plusieurs reprises pour relancer l'économie face à des crises même d'ampleur limitée. Ce fut le cas après le krach boursier de 1987, lors du ralentissement de la croissance de 1990, puis lors de la crise financière de 1998 et aussi face aux risques de récession en 2001 (chute des taux d'intérêt nominaux de 6 % à 1,75 % avec des taux réels négatifs).

La politique d'A. Greenspan a été asymétrique avec une baisse rapide des taux lorsque la récession menace et une remontée lente des taux lorsque l'inflation menace. Cette politique contenait un biais globalement expansionniste à moyen terme. « Il a toujours privilégié la croissance, quitte à colmater ensuite les brèches créées par le trop plein de liquidités. Enfant de la Grande Dépression, qui l'a marqué, il a fait le choix de l'emploi. Pour lui, l'économie américaine est un vélo. Il ne faut pas qu'elle s'arrête de rouler » (E. Leser, 2005).

La signification de la politique Greenspan

L'activisme monétaire s'est trouvé en bonne adéquation avec l'hégémonie néolibérale aux États-Unis.

- D'une part, la marge de manœuvre pour des politiques monétaires actives s'est accrue avec le changement du régime d'inflation au cours de l'ère Greenspan. On est passé de la désinflation des années 1980 perçue avec retard par les agents économiques à un régime d'inflation basse et stable dans les

années 1990 (M. Aglietta et V. Borgy. 2005). En outre, la nécessité de politiques d'austérité monétaire s'est estompée avec le basculement des rapports sociaux assurant l'hégémonie du néolibéralisme.

- D'autre part, le besoin d'une politique monétaire active était plus fort aux États-Unis qu'en Europe. D'abord, la protection sociale y est plus réduite, ce qui rend le chômage plus insupportable et implique une priorité à l'emploi dans la politique monétaire. Les néolibéraux américains ont besoin d'un chômage faible pour rendre supportable un système qui abandonne souvent les individus à leur sort. Ensuite, la montée des inégalités a été très forte aux États-Unis dès les années 1980, ce qui nécessitait un endettement accru des ménages. Dès lors, la Fed devait éviter une remontée des taux d'intérêt pouvant susciter une crise financière. A. Greenspan connaissait « l'exubérance irrationnelle des marchés ». « Mais il est très difficile pour une banque centrale de s'y opposer (...). Pour y parvenir, la Fed aurait dû augmenter ses taux d'intérêt à de tels niveaux qu'ils auraient précipité le pays dans une sévère récession » (A. Greenspan, in E. Leser, 2005).

Les effets de la politique Greenspan

Cette politique monétaire a profité principalement aux marchés financiers, l'indice Dow Jones passant d'environ 2 000 à 10 000 de 1987 à 2005. Elle a contribué aussi à la croissance économique sans redémarrage de l'inflation : ceci a été facilité par l'effondrement antérieur du pouvoir des salariés entre 1980 et 1983 et par les effets de la mondialisation. En 2005-2006, les milieux économiques et financiers ne tarissaient pas d'éloges sur le « Maestro », « l'homme qui parlait aux marchés » (A. Brender et F. Pisani-Ferry, 2005), l'expert de « la conduite du peuple des marchés » (E. Le Boucher, 2006). Mais c'était oublier que cette politique était aussi responsable de la création de bulles, dont celle de la Bourse avant 2000 et celle de l'immobilier avant 2008. La crise financière de 2007-2008 a conduit les uns et les autres à déchanter. Elle a montré les limites de ce type de politique et conduit Alan Greenspan à faire part de son « grand désarroi » dans une autocritique retentissante le 23 octobre 2008.

Les politiques monétaires permissives depuis 2008 pour défendre le capitalisme néolibéral

Les caractéristiques : taux faibles et mesures non conventionnelles

Les politiques monétaires permissives se sont imposées progressivement un peu partout. Les taux d'intérêt directeurs sont quasiment nuls depuis 1995 au Japon, depuis la fin 2008 aux États-Unis et depuis 2015 dans la zone euro. La création de monnaie par l'acquisition de titres existe depuis 2001 au Japon, depuis 2008 aux États-Unis et au Royaume-Uni et depuis 2015 dans la zone euro.

- Face à la crise de l'automne 2008, les politiques monétaires

sont devenues permissives et convergentes, avec un temps de retard pour la BCE. D'une part, les banques centrales ont abaissé les taux directeurs à des niveaux sans précédent, entre 0 et 2,5 % suivant les pays (de 2 % en septembre à 0,25 % en décembre pour la Fed, de 3,75 % à 2 % pour la BCE, passage à 0,3 % pour la Banque du Japon). D'autre part, elles ont créé d'abondantes liquidités par l'acquisition de titres gonflant leur bilan dès l'automne 2008 pour pallier les carences des marchés interbancaire dues à la méfiance entre les banques.

- Après la crise de 2008, la Fed a maintenu de faibles taux d'intérêt pour éviter une nouvelle crise financière. Dans la zone euro, Mario Draghi, puis Christine Lagarde, ont ancré la politique monétaire dans une trajectoire expansionniste.

- Face à la crise du Covid en 2020, les banques centrales ont pratiqué une politique de très bas taux d'intérêt et de création de monnaie banque centrale. La BCE a utilisé les concours aux banques augmentés et allongés pour sécuriser l'horizon et le marché interbancaire, l'action sur le montant et le coût des liquidités et l'acquisition de titres sur les marchés secondaires, dont un programme d'achat d'obligations d'État.

- Les mesures monétaires non conventionnelles ont été prises lors des crises des subprimes (2007-2008), des dettes souveraines (2010) et du Covid (2020). D'une part, les prêts du programme de refinancement à long terme du secteur bancaire se distinguent des opérations habituelles par la faiblesse des taux d'intérêt (nuls ou négatifs) et par leur durée accrue (jusqu'à quatre ans). Ces opérations ont explosé en vingt ans (passant de 5 % à plus d'un quart de l'actif de l'euro-système entre 2000 et 2020). D'autre part, l'assouplissement quantitatif inclut des programmes d'achats d'actifs financiers sur les marchés des titres de dette publique, des crédits immobiliers titrisés et des obligations d'entreprises. Les achats fermes de titres, marginaux jusqu'en 2008, se sont multipliés. Dans la zone euro, les actifs détenus à des fins de politique monétaire, inexistantes en 2000 représentaient 52,9 % du bilan de l'Eurosystème fin 2020. Ces achats ont participé depuis 2015 à la forte croissance du stock de monnaie banque centrale. De 2000 à 2020, la base monétaire a été multipliée par plus de 8 et la masse monétaire au sens large M3 a été multipliée par 3. Les interventions des banques centrales atteignent des niveaux considérables au début de 2021 : 61 % du PIB de la zone euro (x 4 depuis 2007), 130 % du PIB au Japon (x 6 depuis 2007) et 35 % PIB aux États-Unis (x 8 depuis 2007) (Ch. Chavagneux, avril 2021). Le mode acquisitif de création de monnaie banque centrale s'inscrit dans la durée : au Japon depuis 2001, aux États-Unis depuis 2008 et au Royaume-Uni depuis début 2009. Dans la zone euro, la BCE a suivi en parole en 2012 avec le « whatever it takes » de Mario Draghi et en actes à partir de 2015 (J. Couppey-Soubeyran et P. Delandre, 2021). La part de la dette publique financée par la banque centrale varie suivant les pays (plus élevée au Royaume-Uni qu'aux États-Unis, plus élevée en Europe du Sud qu'en Allemagne et en France (Ch. Chavagneux, septembre 2021).

Les politiques accommodantes, auxiliaires du capitalisme néolibéral

- D'abord, les politiques accommodantes sont permises par le néolibéralisme. Le contexte de stabilité des prix élargit la marge de manœuvre des politiques monétaires. Les autorités peuvent pratiquer un soutien monétaire massif sans entraîner d'inflation des prix et des salaires. La tendance à la stabilité des prix prévaut depuis la fin des années 1980. On n'est encore jamais revenu à la grande inflation des années 1970 et les autorités monétaires ont même eu du mal à relever le taux d'inflation au-dessus de 2 % avant 2020. Cela résulte pour une large part de l'absence de boucle prix-salaires du fait du pouvoir réduit des salariés dans le capitalisme néolibéral. Il a été dégradé par la mondialisation, par la libéralisation du marché du travail et par les mutations du salariat. Cela se traduit par la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée dans de nombreux pays.

- Ensuite, les politiques accommodantes sont utiles aux bénéficiaires du néolibéralisme. D'une part, ces politiques bénéficient massivement à la finance. Elles soutiennent les marchés financiers en gonflant les prix des actifs financiers et immobiliers, ce qui accroît la rentabilité financière. La politique des taux d'intérêt de la banque centrale est d'ailleurs un des principaux déterminants des cours de la Bourse. Les détenteurs d'actifs financiers et immobiliers en retirent des gains en capital supérieurs au manque à gagner causé par les faibles taux d'intérêt. D'autre part, ces politiques augmentent les inégalités de patrimoine et de revenu car elles profitent surtout aux ménages les plus riches, qui sont les principaux détenteurs d'actifs financiers (Ries Ph., 2018). L'envol des prix immobiliers crée aussi des inégalités intergénérationnelles au détriment des jeunes.

- Enfin, les politiques accommodantes sont nécessaires au capitalisme néolibéral. Celui-ci a besoin d'un endettement croissant pour compenser les effets des inégalités accrues sur la croissance. Les pays anglosaxons sont ceux où les inégalités ont le plus augmenté et où la dette des ménages a le plus progressé depuis la fin des années 1970 : la part du crédit aux ménages dans le PIB a doublé aux États-Unis et triplé au Royaume-Uni. Or les politiques de faibles taux d'intérêt favorisent l'endettement des ménages et des entreprises, ce qui soutient la demande privée. Elles facilitent aussi la dette de l'État en réduisant la charge de la dette, en évitant l'effet « boule de neige » et le risque de crises des dettes souveraines. Elles redonnent ainsi une marge de manœuvre aux politiques budgétaires. Par ailleurs, les politiques de faibles taux d'intérêt contribuent à reporter dans le temps l'éclatement de bulles financières. « Avec l'assouplissement quantitatif, nous avons inventé un médicament étonnant qui guérit les maladies qu'il provoque » (R. Skidelsky, 2021). Au total, ces politiques contribuent à surmonter à court terme les difficultés du capitalisme néolibéral.

Les politiques accommodantes, remède limité pour le

capitalisme néolibéral

« Ce capitalisme est sous perfusion depuis des décennies. Faute de générer des augmentations de salaires, il a d'abord reposé sur une très forte hausse de l'endettement privé à partir des années 1990. Puis, après la crise des subprimes, il s'est relancé sur une très forte hausse de l'endettement du secteur public. Et maintenant - c'est sa troisième béquille - le système repose sur une injection monétaire absolument gigantesque et potentiellement source de grande instabilité financière » (P. Artus, 2021).

- La permissivité monétaire augmente le décalage entre la prospérité financière et l'économie réelle. Les liquidités créées servent moins à financer les investissements productifs qu'à alimenter la demande d'actifs financiers. Keynes envisageait déjà le passage de la monnaie d'une circulation industrielle qui soutient la production à une circulation financière qui alimente l'échange de titres existants (marché boursier, marché monétaire). La permissivité monétaire gonfle les prix des actifs financiers et immobiliers et encourage l'endettement, ce qui accroît le risque de crise financière dans l'avenir. Parallèlement, elle produit des effets limités sur l'économie réelle. L'injection d'importantes liquidités par la Banque d'Angleterre (22,5 % du PIB entre 2009 et 2019) a fait croître les prix des actifs boursiers et immobiliers, mais pas l'inflation, ni la croissance. Il n'existe aucune relation entre le prix des actifs et les prix des marchandises au Royaume-Uni et aux États-Unis entre 2000 et 2016 (R. Skidelsky, 2021).

- Les banques centrales sont prises dans un dilemme face à la reprise actuelle. D'un côté, la fragilisation des agents par l'ampleur de l'endettement accru les incite à prolonger les politiques permissives pour éviter une hausse des taux risquant de provoquer une crise financière et une récession. D'un autre côté, la remontée de l'inflation à la fin de la crise du Covid les incite à mettre fin à l'abondance monétaire pour éviter une dérive inflationniste. Si la hausse des prix est vue comme le début d'une nouvelle inflation, le dilemme subsiste. Si la hausse des prix est vue comme une tension temporaire, motivée par des pénuries, la politique accommodante peut continuer, hypothèse que privilégient actuellement les banques centrales.

Conclusion

Les politiques monétaires choisies dépendent plus du contexte économique et social que des théories économiques. Les références à l'orthodoxie monétaire s'effacent lorsque les intérêts de la finance et du système sont en jeu.

On ne peut associer mécaniquement néolibéralisme et austérité monétaire. Depuis quarante ans, les politiques monétaires actives ont été nombreuses, particulièrement au cours de la dernière période.

Les politiques d'austérité monétaire ont servi la mise en place du

capitalisme néolibéral, en contribuant à renverser le rapport des forces sociales au détriment des salariés et en obtenant la fin de l'inflation au prix de réductions d'activité.

Les politiques monétaires permissives dominent dans le capitalisme néolibéral installé. Leur marge de manœuvre est d'autant plus élevée que l'inflation est jugulée, que le pouvoir des salariés est réduit et que le marché est dominant.

Les politiques monétaires permissives servent les rentiers. Dans le capitalisme néolibéral, les faibles taux d'intérêt, loin de produire l'euthanasie des rentiers, les favorisent en gonflant les cours des actifs financiers et immobiliers.

Les politiques monétaires permissives aident le capitalisme néolibéral installé à franchir les difficultés à court terme en favorisant l'endettement. Elles lui permettent de gagner du temps mais en augmentant les risques à long terme.

Les politiques permissives comme les politiques austéritaires ont été mises au service du capitalisme néolibéral et de ses bénéficiaires à des moments différents de sa trajectoire.

Le passage à un autre mode de développement pose d'abord un problème de maîtrise de l'allocation des ressources monétaires en fonction des priorités nouvelles.

Bibliographie

Aglietta M. et Borgy V., 2005, « Héritage Greenspan : le triomphe de la politique discrétionnaire », *La Lettre du CEPII* n°251, décembre.

Artus P., 2021, « Le capitalisme sous sa forme actuelle va forcément mourir », *L'Opinion*, 3 mai.

Bismut C. et J. Pisani-Ferry J., 1994, « L'UEM, principes et précautions », *Revue économique* n°44.

Brender A. et Pisani F., 2005, « L'homme qui parlait aux marchés », *Alternatives économiques*, Décembre.

Cabannes M. et Sénégas M.-A., 2006, « La politique française de désinflation compétitive : les faits et les gestes en perspective », in Comité pour l'histoire économique et financière de la France, *L'économie française dans la compétition internationale au XX^e siècle*.

Chavagneux Ch., 2021, « Quantitative easing : chronique d'une fin annoncée », *Alternatives économiques*, 1^{er} septembre.

Chavagneux Ch., 2021, « Le bazooka de la BCE, l'arme de sauvetage massif », *AlternativesÉconomiques*, 6 avril.

Chouraqui J-C, Clinton K., Montador R.B., 1988, « Un bilan de la stratégie économique à moyen terme des pays de l'OCDE », *Revue française d'économie*, été.

Couppéy-Soubeyran J. et Delandre P., 2021, *La transition monétaire. Pour une monnaie au service du bien commun*, Institut Veblen, mai.

Couppéy-Soubeyran J., 2021, « Il n'y a plus de pilote dans le train de l'inflation », *Le Monde*, 29 octobre.

Jaumotte F. et Osorio Buitron C., 2015, *Inequality and labor market institutions*, FMI, juillet.

Les Économistes atterrés, 2018, *La monnaie, un enjeu politique*, Le Seuil, Points.

Leser E., 2005, « Alan Greenspan, deux décennies de succès pour une politique monétaire non orthodoxe », *Le Monde*, 26 octobre.

Fitoussi J-P. et Le Cacheux J., 2005, *L'État de l'Union européenne*, Fayard Presses Science Po.

Le Boucher E., 2006, « La conduite du peuple des marchés », *Le Monde* 22-23 janvier.

Lemaire F. et Plihon D., 2019, « Le poison des taux d'intérêt négatifs », *Le Monde diplomatique*, novembre.

Lemaire F., 2021, « Guerre européenne pour l'hégémonie financière », *L.V.S.L.*, 11 novembre.

Muet P.-A., 1994, « La récession de 1993 réexaminée », *Revue de l'OFCE*, n°49.

Laroche P., « Comment les syndicats contribuent à réduire les inégalités de revenus », *Observatoire des inégalités*, 16 novembre.

Piketty Th, 2019, « La création monétaire va-elle nous sauver ? », *Blog de Thomas Piketty*, 9 juillet.

Pisani-Ferry J., 1988, *L'épreuve américaine*, Syros.

Ries Ph., 2018, « Comment la politique monétaire 'non conventionnelle' aggrave les inégalités », *Médiapart*, 21 juillet.

Skidelsky R., 2021, « Où est passé l'argent ? », *Alternatives économiques*, 11 octobre.